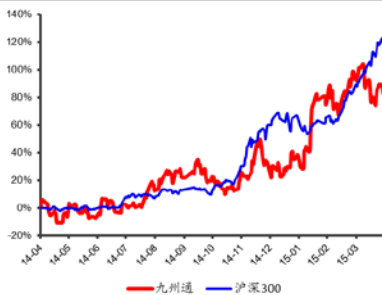


2015年4月28日

——九州通（600998）年报及一季报点评

评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

《业绩稳健增长，电商布局更加完善》

2014-10-27

《携手春雨医生 一站式问诊购药模式成型》

2014-9-25

《医药电商第一股，引领行业变革》

2014-09-01

报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

赵垒

电话：0510-82833337

Email: [zhaolei@glsc.com.cn](mailto:zhaolei@glsc.com.cn)

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：公司发布2014年年报及2015年一季报，2014年公司实现总营业收入410.68亿元，同比增长22.82%；实现归属上市公司的净利润5.61亿元，同比增长17.32%；公司2015年一季报实现营收119.4亿元，归属于上市公司普通股股东扣除非经常损益后的净利润1.00亿元，同比增长19.22%。公司业绩符合我们之前的预期。

点评：

- 经营业绩平稳增长，符合预期。公司年报披露营收同比增长22.82%，为2010年以来最高增速，表明公司经营持续向好；主营业务毛利率为6.96%，较上年同期提升0.41个百分点，表明公司主营业务经营质量较上年同期有所提升。分行业来看医药批发及相关业务实现营收396.60亿，同比增长22.72%；医药零售实现营收7.41亿，同比增长26.45%；医药工业实现营收5.98亿，同比增长35.23%。分产品来看，公司核心业务西药、中成药业务实现营收363.10亿，同比增长23.29%；中药材与中药饮片实现营收11.96亿，同比增长27.70%；医疗器械与计生用品实现营收22.14亿，同比增长21.22%；食品保健品实现营收12.79亿，同比增长12.89%。总体来说，公司业绩符合我们之前的预期。预计今年主营业务收入及归属于上市公司股东扣非净利润较上年同期增长达到15%以上。
- 医疗机构销售高速增长。公司二级及以上中高端医院实现含税销售68.68亿元，同比增长52.48%，公司通过与当地医药公司合作的方式不断扩大市场份额，单个医院的营收水平不断提升，公司二级及以上医院客户达2400余家。我们预计公司今年在高端医院市场将仍然保持高速增长的势头。公司去年新成立了“基药与处方药事业部”，在二级以下基层医疗机构实现含税销售42.11亿，同比增长46.32%。公司目前已经获得了其中21个省（市、区）的配送资格。随着各省基药招标陆续完成或进入执行阶段，预计基

层销售额将稳步增长。

- **布局移动医疗，电商体系更加完善。**去年九州通中药材网上交易平台年底正式上线，B2B 业务体系更加完善；好药师 B2C 业务实现营收 3.11 亿，同比增长 52.45%，已在上海、北京、广州等 29 个城市完成约 14000 余家线下药店的签约对接工作，并已试行药急送服务，电商物流中心库覆盖达到 9 个城市，扩大了电商物流运营配送范围，通过就近发货进一步降低物流成本。好药师新增会员约 220 万人。通过好药师 O2O 系统，好药师为线下药店带来客源的同时将线下药店纳入自己的物流配送体系。好药师二期有望通过收取佣金等方式实现盈利。

此外，好药师参股上海优伊网络科技有限公司，将“药急送”功能植入该公司已有的“U 医 U 药”APP 智能健康平台，“U 医 U 药”APP 移动端还整合置入“U 糖、U 药箱、药急送、U 糖之家”服务模块，开展“以糖尿病单项慢性病种为服务对象”的日常智能护理平台，“U 糖”模块终端开发使用了“国内首台血糖无创检测智能健康平板穿戴设备护理平台”，为糖尿病人群提供数字化智能护理服务。“U 药箱”则以用药安全提示为糖尿病用户提供用药过程的用药指导，并最终在“药急送”进行下单配送。我们认为未来九州通有望从单纯的医药电商向提供网络医疗、慢病管理、健康管理及服务的互联网医疗企业转变。

- **外延并购有望加速。**下属子公司京丰药业出资 0.95 亿并购山东博山制药 98.1% 股权，博山制药目前拥有 66 个原料药及制剂批准文号。博山制药今年需要迁址扩建并望通过 GMP 认证并投产。我们认为公司今年有望在外延并购方面进行新的布局。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.41 元、0.47 元、0.56 元，对应 4 月 27 日收盘价 26.10 元，市盈率分别为 64 倍、56 倍、47 倍，考虑到公司医疗机构销售业务的快速发展和电商业务的高速扩张带来的估值溢价，我们继续维持“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）电商业务推广未达预期；（2）医院纯销业务增加导致资金和财务压力。

**财务报表预测与财务指标** 单位: 百万

更新日期: 15/04/27

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	41,068	47,845	55,978	65,215
营业成本	38,153	44,448	52,004	60,585
营业税金及附加	59	72	82	96
销售费用	1,062	1,410	1,674	1,956
管理费用	771	981	1,164	1,370
<b>EBIT</b>	1,309.14	1,473.84	1,581.46	1,720.69
财务费用	394	138	98	69
资产减值损失	29	29	29	29
投资净收益	41	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>642</b>	<b>768</b>	<b>927</b>	<b>1,110</b>
营业外净收入	112	115	107	111
<b>利润总额</b>	<b>753</b>	<b>883</b>	<b>1,034</b>	<b>1,222</b>
所得税	185	217	254	300
<b>净利润</b>	<b>568</b>	<b>666</b>	<b>780</b>	<b>922</b>
少数股东损益	8	0	0	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>561</b>	<b>665</b>	<b>780</b>	<b>917</b>

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	22.8%	16.5%	17.0%	16.5%
营业利润	25.0%	19.7%	20.7%	19.8%
净利润	20.7%	17.2%	17.1%	18.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
净利率(%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
ROE(%)	7.2%	6.4%	7.0%	7.7%
ROA(%)	4.7%	5.1%	3.9%	5.6%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.39	2.40	1.83	1.97
速动比率	0.94	1.39	1.21	1.05
资产负债率%	66.2%	46.2%	59.9%	46.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	171.6%	240.0%	196.9%	286.0%
应收账款周转天数	53.55	10.20	56.88	18.63
存货周转天数	59.55	54.99	59.10	55.37
<b>每股收益</b>	<b>0.36</b>	<b>0.41</b>	<b>0.47</b>	<b>0.56</b>
每股净资产	4.75	6.36	6.76	7.24
<b>P/E</b>	<b>76.5</b>	<b>64.4</b>	<b>55.0</b>	<b>46.7</b>
<b>P/B</b>	<b>5.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	3,419	4,797	2,304	2,569
应收款项净额	9,976	4,620	14,359	8,157
存货	6,311	6,789	8,538	9,318
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产总额</b>	<b>19,705</b>	<b>16,207</b>	<b>25,201</b>	<b>20,044</b>
固定资产	2,413	2,579	2,182	1,785
无形资产	739	657	574	491
长期股权投资	174	174	174	174
其他长期资产	900	320	304	304
<b>资产总额</b>	<b>23,932</b>	<b>19,937</b>	<b>28,435</b>	<b>22,799</b>
短期借款	3,839	0	0	0
应付款项	308	135	417	263
其他流动负债	10,048	6,620	13,373	9,907
<b>流动负债</b>	<b>14,196</b>	<b>6,755</b>	<b>13,790</b>	<b>10,170</b>
长期借款	1,596	2,396	3,196	396
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	53	53	53	53
<b>负债总额</b>	<b>15,845</b>	<b>9,204</b>	<b>17,039</b>	<b>10,619</b>
少数股东权益	287	287	287	291
股东权益	8,087	10,733	11,396	12,180
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,932</b>	<b>19,937</b>	<b>28,435</b>	<b>22,799</b>

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	484	579	698	837
加: 少数股东损益	2	2	3	4
公允价值变动	0	0	0	0
折旧和摊销	176	467	467	451
营运资金的变动	-875	1,427	-4,344	1,875
<b>经营活动现金流</b>	<b>-213</b>	<b>2,474</b>	<b>-3,176</b>	<b>3,167</b>
短期投资	-2,285	87	81	84
长期股权投资	314	0	0	0
固定资产投资	946	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,025</b>	<b>87</b>	<b>81</b>	<b>84</b>
股权融资	2,414	0	0	0
负债净变化	-2,762	110	36	-651
支付股利、利息	124	141	183	236
其它融资现金流	20	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-203</b>	<b>251</b>	<b>220</b>	<b>-415</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>1,077</b>	<b>-1,184</b>	<b>602</b>	<b>-2,986</b>

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。